



△ 핸드셋/전기전자

Analyst 주민우
02. 6454-4865
minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	200,000 원
현재주가 (10.15)	130,000 원
상승여력	53.8%
KOSDAQ	861.48pt
시가총액	27,472억원
발행주식수	2,104만주
유동주식비율	42.80%
외국인비중	6.21%
52주 최고/최저가	162,400원/47,350원
평균거래대금	567.6억원
주요주주(%)	
에코프로 외 5 인	53.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	140.0	113.4
상대주가	-1.0	109.7	84.0

주가그래프



에코프로비엠 247540

4Q20 재고조정 거치고 다시 간다

- ✓ 3Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 6%, 4% 상회
- ✓ 기아차 Niro의 높은 판매성장률이 NCM 양극재의 출하 증가로 이어진 영향
- ✓ 4Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 5%, 8% 하회할 전망
- ✓ Non-IT용 NCA에 대한 고객사의 재고조정이 예상되기 때문
- ✓ CAM6 가동은 1Q22부터 이루어질 전망이며 초기 Gen5 수요는 CAM5로 대응 예정
- ✓ 2H21 NCMX 양산으로 기술력, 고객사 측면에서 경쟁사 대비 경쟁력 한층 강화 전망

3Q20 review: Niro 판매 강세에 따른 CAM5 가동률 상승 지속

3Q20 매출액과 영업이익은 컨센서스를 각각 6%, 4% 상회했다. 메리츠 추정치에는 부합했다. Non-IT용 NCA 출하와 EV용 NCM 출하가 모두 큰폭으로 개선된 영향이다. 특히 기아차 Niro의 판매량은 7월 +145% YoY, 8월 +217% YoY 성장을 이어가고 있어 NCM 출하량 성장에 큰 기여를 했다.

4Q20 매출액 2,620억원(+5% QoQ), 영업이익 174억원(-1% QoQ) 예상

4Q20 매출액은 2,620억원(+5% QoQ, +78% YoY), 영업이익은 174억원(-1% QoQ, +968% YoY)으로 컨센서스를 각각 5%, 8% 하회할 전망이다. Non-IT용 NCA에 대한 고객사 (삼성SDI)의 재고조정이 예상되기 때문이다. 부문별로 EV용 매출액은 1,179억원(+20% QoQ, +181% YoY)으로 Niro 판매량 성장에 기반해 강한 성장이 지속될 전망이다. Non-IT용 매출액은 1,323억원(-6.4% QoQ, 32% YoY)을 예상한다.

CAM5 공장은 NCM 2개 라인, NCA 1개라인으로 구성될 예정이다. 현재는 NCM 1개 라인만 SK이노베이션향으로 가동 중이다. 2H21 중 삼성SDI Gen5향 수요에 대응하기 위한 NCA1개 라인이 가동에 들어갈 예정이며, 나머지 NCM 1개 라인도 순차적으로 SK이노베이션향 가동이 시작될 것이다. CAM6(삼성SDI JV)는 1Q22 가동 예정이다. CAM6 가동 시점을 기준 4Q21 → 1Q22로 변경한 까닭에 2021년 매출액 전망치를 기준 1.52조원→1.34조원으로 11% 하향했다.

NCMX 양산은 빠르면 2H21부터 시작될 전망이다. 다결정 기반의 NCMX와 단결정 기반의 NCMX가 모두 양산될 것으로 예상한다. NCMX 양극재는 기존 고객사향 공급 외에도 신규 고객사향 공급이 함께 이루어질 전망이다. 하이니켈을 넘어서 양극재 스펙 향상과 신규 고객사 추가는 에코프로비엠의 협상력 강화로 이어질 것이다. 적정주가 20만원을 유지하고 2차전지 소재 탑재 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	589.2	50.3	36.9	2,345	흑전	10,213	0.0	0.0	0.0	26.7	189.3
2019	616.1	37.1	34.5	1,504	-35.9	16,144	37.9	3.5	25.7	13.0	75.7
2020E	869.8	57.8	44.7	1,916	27.4	18,145	67.8	7.2	21.9	11.4	82.0
2021E	1,346.3	94.3	73.2	3,137	63.7	21,186	41.4	6.1	15.0	16.2	92.5
2022E	2,130.5	155.8	124.1	5,319	69.6	26,447	24.4	4.9	10.1	22.7	91.5

표1 에코프로비엠 3Q20 실적 Review

(십억원)	3Q20P	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	메리츠	(% diff)
매출액	250.2	152.1	64.5%	189.9	31.7%	235.5	6.2%	252.2	-0.8%
영업이익	17.7	9.9	79.3%	13.9	26.9%	16.9	4.5%	18.0	-1.9%
세전이익	15.1	8.1	87.2%	12.1	24.2%	12.3	22.5%	15.5	-2.8%
지배주주 순이익	13.7	8.9	53.6%	14.0	-2.4%	10.2	34.0%	12.9	6.0%
영업이익률(%)	7.1%	8.1%		7.3%		7.2%		7.1%	
지배주주 순이익률(%)	5.5%	10.3%		7.4%		4.3%		5.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 에코프로비엠 실적 추정치 변경

비교	New			Old			차이(%)		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	262.0	869.8	1,346.3	304.1	913.9	1,525.0	-13.8%	-4.8%	-11.7%
영업이익	17.4	57.8	94.3	20.3	61.0	111.0	-14.2%	-5.2%	-15.1%
영업이익률 (%)	6.6%	6.6%	7.0%	6.7%	6.7%	7.3%			
세전이익	12.1	49.1	86.1	14.8	52.3	99.4	-18.2%	-6.0%	-13.3%
순이익	8.6	44.7	73.2	12.1	47.6	84.5	-28.6%	-6.0%	-13.4%

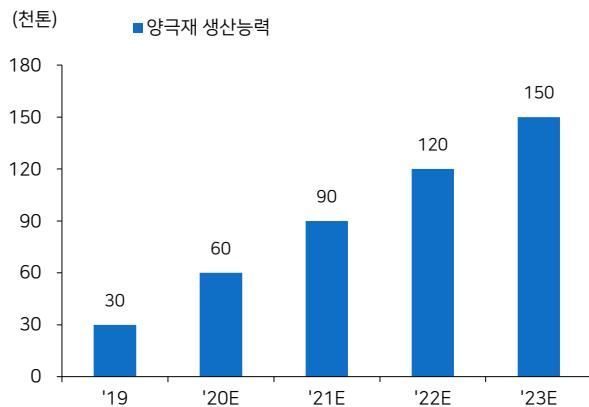
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 에코프로비엠 실적 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
환율(원)	1,194	1,221	1,189	1,165	1,150	1,140	1,135	1,125	1,192	1,138	1,130
매출액	167.7	189.9	250.2	262.0	258.8	286.6	362.8	438.0	869.8	1,346.3	2,130.5
(% QoQ)	13.8%	13.3%	31.7%	4.7%	-1.2%	10.7%	26.6%	20.7%			
(% YoY)	-7.2%	39.7%	64.5%	77.8%	54.4%	50.9%	45.0%	67.2%	41.2%	54.8%	58.2%
Non-IT	110.8	99.5	141.4	132.3	126.8	123.2	148.7	144.6	484.0	543.4	581.8
EV	47.0	77.6	97.6	117.9	119.1	149.0	195.9	271.6	340.1	735.6	1,435.8
ESS	7.0	11.9	10.0	10.5	11.6	12.9	16.3	19.7	39.4	60.6	106.5
기타	2.9	0.9	1.3	1.3	1.3	1.4	1.8	2.2	6.4	6.7	6.4
영업이익	8.8	13.9	17.7	17.4	17.2	20.1	26.5	30.4	57.8	94.3	155.8
(% QoQ)	441.1%	57.7%	26.9%	-1.4%	-1.0%	16.5%	32.2%	14.7%			
(% YoY)	-39.4%	25.9%	79.3%	968.4%	95.4%	44.3%	50.3%	74.8%	55.9%	63.1%	65.2%
영업이익률(%)	5.3%	7.3%	7.1%	6.6%	6.7%	7.0%	7.3%	6.9%	6.6%	7.0%	7.3%
세전이익	9.8	12.1	15.1	12.1	17.9	18.0	24.6	25.6	49.1	86.1	146.1
지배주주 순이익	8.4	14.0	13.7	8.6	14.7	14.8	21.4	22.4	44.7	73.2	124.1
지배주주 순이익률(%)	5.0%	7.4%	5.5%	3.3%	5.7%	5.2%	5.9%	5.1%	5.1%	5.4%	5.8%

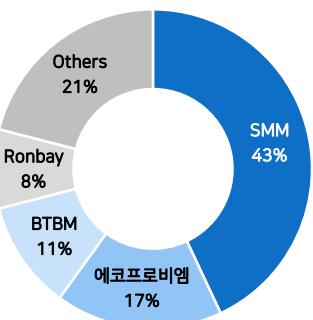
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 양극재 생산능력 추정



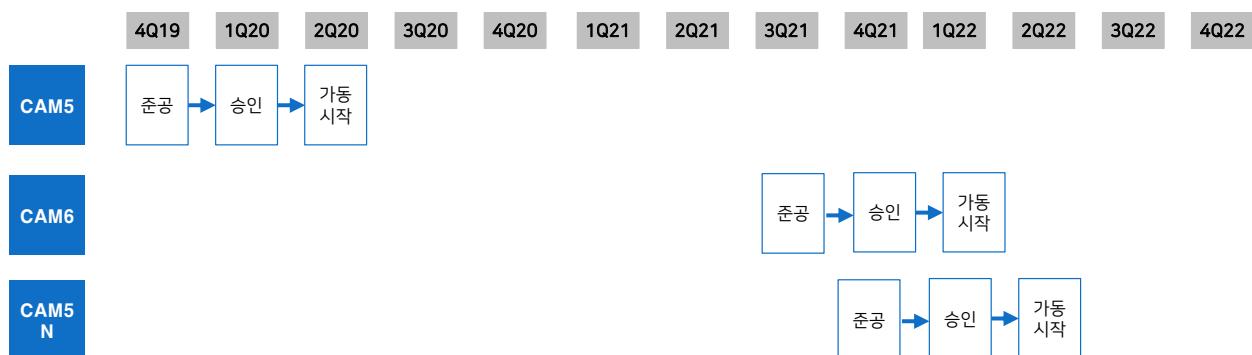
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 NCA 점유율 (2019년 기준)



자료: Fuji Research report 19, 메리츠증권 리서치센터

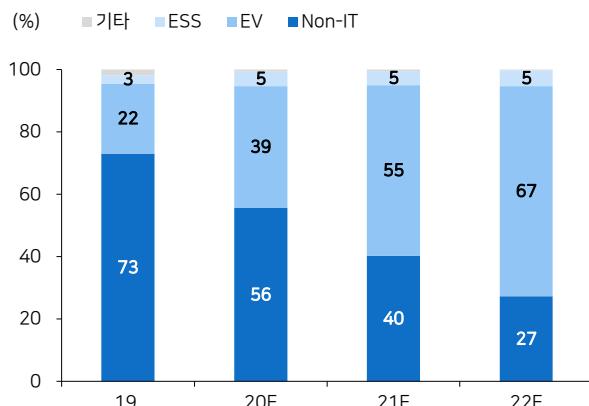
그림3 포항 신규 공장 가동 스케줄



참고: CAM5 생산능력 3만톤, CAM6 생산능력 3만톤, CAM5N 생산능력 3만톤

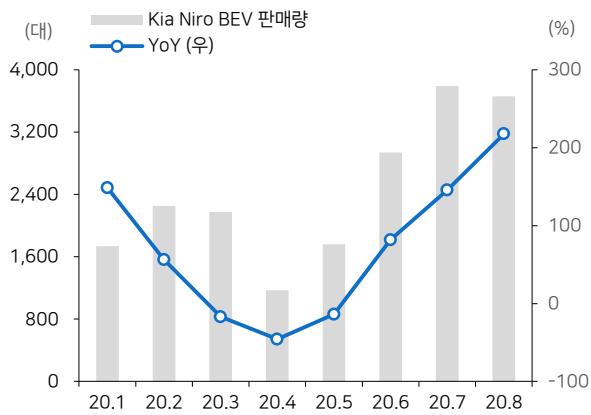
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 어플리케이션별 매출 비중 추정



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 기아차 Niro 월별 판매대수



자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 벨류에이션 테이블

	2019	2020E	2021E
주가 (원)			
High	74,500	162,400	
Low	44,550	50,000	
Average	56,973	104,409	
확정치 기준 PER (배)			
High	49.5	84.8	
Low	29.6	26.1	
Average	37.9	54.5	
EPS (원)	1,504	1,916	3,137
EPS Growth (%)	-35.9	27.4	63.7
컨센서스 기준 PER (배)			
High	39.6	69.3	
Low	23.7	21.3	
Average	30.3	44.6	
EPS (원)	1,881	2,343	4,051
EPS growth (%)	-0.2	0.6	1.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 애피로비엠 적정주가 산정표

(원)	2021E	비고
EPS	5,319	2022E EPS
적정배수 (배)	37.4	2019~20년 멀티플 평균
적정가치	199,068	
적정주가	200,000	
현재주가	130,000	
상승여력 (%)	53.8%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

에코프로비엠 (247540)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	589.2	616.1	869.8	1,346.3	2,130.5
매출액증가율 (%)	103.3	4.6	41.2	54.8	58.2
매출원가	509.6	543.0	758.7	1,169.3	1,844.0
매출총이익	79.6	73.1	111.1	177.0	286.5
판매관리비	29.3	36.0	53.0	82.7	130.7
영업이익	50.3	37.1	57.8	94.3	155.8
영업이익률	8.5	6.0	6.6	7.0	7.3
금융손익	-7.3	-4.7	-4.4	-4.4	-6.0
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-4.0	-3.8	-3.7	-3.7
세전계속사업이익	42.9	28.3	49.1	86.1	146.1
법인세비용	6.0	-6.1	4.4	12.9	21.9
당기순이익	36.9	34.5	44.7	73.2	124.1
지배주주지분 순이익	36.9	34.5	44.7	73.2	124.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	23.8	12.8	115.9	197.0	296.8
당기순이익(손실)	36.9	34.5	44.7	73.2	124.1
유형자산상각비	20.5	26.7	37.5	48.6	52.2
무형자산상각비	2.0	2.4	2.7	2.9	3.2
운전자본의 증감	-29.1	-29.1	-17.5	-2.6	-1.6
투자활동 현금흐름	-73.0	-182.3	-116.9	-165.0	-130.0
유형자산의증가(CAPEX)	-72.8	-181.8	-123.0	-183.0	-148.0
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	-7.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	44.9	180.1	-36.4	-37.7	-75.4
차입금의 증감	43.5	13.9	10.7	27.0	-10.7
자본의 증가	9.8	172.8	12.2	16.3	16.3
현금의 증가(감소)	-4.2	10.6	59.3	-18.5	44.2
기초현금	13.8	9.6	20.1	79.4	61.0
기말현금	9.6	20.1	79.4	61.0	105.2

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	211.6	245.5	336.5	372.4	496.0
현금및현금성자산	9.6	20.1	79.4	61.0	105.2
매출채권	49.3	56.9	85.8	134.4	205.2
재고자산	138.7	158.9	152.6	147.1	137.4
비유동자산	252.8	404.9	420.6	562.6	665.0
유형자산	233.1	376.7	406.5	540.9	636.7
무형자산	14.0	14.1	3.9	8.0	12.4
투자자산	0.4	0.4	7.6	7.6	7.5
자산총계	464.5	650.4	757.2	935.0	1,161.1
유동부채	206.1	137.9	224.7	283.7	378.8
매입채무	58.8	25.4	38.4	61.1	98.8
단기차입금	80.2	55.7	83.3	60.0	70.0
유동성장기부채	18.4	16.3	32.1	43.1	22.4
비유동부채	97.8	142.3	116.4	165.5	175.8
사채	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	89.9	132.3	99.6	138.9	138.9
부채총계	303.9	280.2	341.1	449.2	554.6
자본금	8.1	10.3	10.5	10.5	10.5
자본잉여금	95.6	271.0	275.3	275.3	275.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	55.7	93.0	134.6	204.4	325.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	160.6	370.2	416.1	485.8	606.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	37,481	29,971	41,562	64,327	101,798
EPS(지배주주)	2,345	1,504	1,916	3,137	5,319
CFPS	-270	513	2,835	-882	2,114
EBITDAPS	2,762	2,521	4,682	6,967	10,093
BPS	10,213	16,144	18,145	21,186	26,447
DPS	0	150	150	150	150
배당수익률(%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
(Valuation(Multiple))					
PER	0.0	37.9	67.8	41.4	24.4
PCR	0.0	253.3	45.9	-147.3	61.5
PSR	0.0	1.9	3.1	2.0	1.3
PBR	0.0	3.5	7.2	6.1	4.9
EBITDA	43	52	98	146	211
EV/EBITDA	0.0	25.7	21.9	15.0	10.1
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	26.7	13.0	11.4	16.2	22.7
EBITDA 이익률	84.9	66.5	45.6	50.2	58.8
부채비율	189.3	75.7	82.0	92.5	91.5
금융비용부담률	1.1	0.6	0.5	0.3	0.3
이자보상배율(X)	7.8	8.3	11.8	17.6	24.0
매출채권회전율(X)	23.9	11.6	12.2	12.2	12.5
재고자산회전율(X)	5.1	3.6	4.9	7.8	13.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

에코프로비엠 (247540) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.04.03	기업분석	Buy	87,000	주민우	-29.1	-23.0	
2019.06.20	기업브리프	Buy	80,000	주민우	-28.4	-18.4	
2019.09.17	기업브리프	Buy	72,000	주민우	-30.6	-26.0	
2019.10.18	기업브리프	Buy	68,000	주민우	-26.5	-23.1	
2019.11.05	산업분석	Buy	63,000	주민우	-16.7	5.4	
2020.02.06	기업브리프	Buy	100,000	주민우	-22.9	13.5	
2020.05.26	기업브리프	Buy	150,000	주민우	-18.7	-11.1	
2020.07.06	기업브리프	Buy	170,000	주민우	-20.7	-18.9	
2020.07.21	기업브리프	Buy	200,000	주민우	-	-	